

评级变动报告

三峡能源 600905.SH



鉴于2026年以来风光上网电价持续下滑，三峡能源2026年一季报和2026年中报业绩大幅下滑，低于市场预期，我们对公司未来上网电价、毛利率进行下调，核心原因如下：

公司上网电价明显承压：根据公司2025年年报和2026年中报业绩预告，公司风光上网电价明显下跌，主要系新能源市场化交易推进，风光发电供给宽松，导致电价明显承压下滑；

公司毛利率持续走低：由于公司上网电价承压下滑，而风光发电成本端相对刚性，导致公司盈利承压，毛利率明显下滑，虽然我们判断未来毛利率或有所修复，但很难修复到2024年之前水平。

三峡能源作为三峡集团旗下风光发电运营商，公司风光装机规模处于行业领先地位，根据壹评级DDM估值和动态估值，当前处于合理估值状态。

公司基本信息



公司为三峡集团旗舰上市平台，积极发展陆上风电、光伏发电，大力开发海上风电，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电、光伏发电基地建设，深入推动源网荷储一体化和多能互补发展，积极开展抽水蓄能、新型储能、氢能、光热等业务。同时，投资与新能源业务关联度高、具有优势互补和战略协同效应的相关产业，基本形成了风电、太阳能、储能、战略投资等相互支撑、协同发展的业务格局。目前，公司业务已覆盖全国30个省、自治区和直辖市，装机规模、盈利能力等居于国内同行业前列。

公司深度评级

所属行业	公用事业及金融	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值 999.15 亿 (较上期-14.95%)
当前股价	3.83 元	盈利趋势	★★★★☆	状态 合理估值 (上行空间-8.8%)
总市值	1094.91 亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	102.40	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 978.14 亿 (较上期-13.52%)
PB-MRQ	1.22			状态 合理估值 (上行空间-11%)

公司盈利预测

三峡能源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入 (亿)	264.9	297.2	284.0	280.0	311.7	347.0	379.7	412.3
归母净利润 (亿)	71.8	61.1	37.1	28.6	41.8	50.3	64.6	71.0
归母净利润增速 (%)	0.3	-14.8	-39.3	-22.9	46.2	20.1	28.5	10.0
经营性净利润 (亿)	75.6	68.8	28.3	25.8	40.4	49.6	65.4	72.4
经营性净利润增速 (%)	6.3	-9.0	-58.9	-8.8	56.4	22.9	31.9	10.8
经营性归母净利润 (亿)	65.7	56.4	25.5	23.2	36.3	44.6	58.9	65.2
经营性归母净利润增速 (%)	8.1	-14.2	-54.8	-8.8	56.4	22.9	31.9	10.8

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值下降-14.95%：上期 1174.72亿，本期 999.15亿。动态估值下降-13.52%：上期 1131.07亿，本期 978.14亿。

我们对公司DDM估值、动态估值进行了明显下调，主要系我们对公司未来三年和远期业绩进行了调整。

1、我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调

1) 未来三年收入预测的下调

新增风光装机规模减少。此前我们预计未来三年公司新增风光装机规模7GW/年，但随着风光发电投资回报率的下降，我们预测公司大概率会延缓部分项目建设，因此对公司未来新增装机规模下调为5GW、5GW、6GW；

风光上网电价走低。经评估，我们对公司风光上网电价进行下调，主要系根据2025年年报披露，公司上网电价存在大幅下滑，其次根据2026年一季度财报，公司上网电价继续下滑，此前我们预测公司上网电价对比现实偏乐观，因此我们进行下调，2026年公司风光的上网电价分别为0.39元/千瓦时、0.31元/千瓦时，较2025年分别下滑4%、5%；

2) 未来三年归母净利润预测的下调

公司毛利率走低拖累未来业绩。公司上网电价下滑拖累公司盈利能力，经评估，我们对公司毛利率进行下调。2026年公司中报业绩明显低于预期，我们认为主要系短期公司毛利率明显承压，2027年或有所上行，我们下调公司2026-2028年毛利率至36.2%、38.2%、39.2%。

2、我们对公司远期业绩进行了下调

我们对公司远期营业收入进行了下调，主要系未来公司新增风光装机规模从7GW下调到6GW，其次公司上网电价下滑幅度超过此前预期，我们对远期上网电价进行下调，风光远期上网电价分别下调至0.39元/千瓦时、0.31元/千瓦时；

我们对公司远期归母净利润进行了下调，主要系基于我们对公司上网电价进行了下调。由于上网电价下滑，公司2026年中报业绩大幅低于我们预期，此前我们假设公司远期毛利率为46.6%，考虑到2025年公司整体毛利率仅为42%，我们下调公司远期毛利率至43.2%。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务主要为风光新能源发电，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 装机规模：考虑到2025年公司新增装机规模有所放缓，仅为4.6GW，假设2026年和2027年，公司每年风光新增装机规模为5GW，其中风光分别为2.5GW、2.5GW，随着风光发电盈利改善，假设2028年及以后，公司每年风光新增装机规模为6GW，其中风光分别为3GW、3GW；

2) 利用小时数：参考公司历史风电利用小时数均值，我们假设公司风电利用小时数为2,000小时，光伏装机利用小时数为1,033小时；

3) 上网电价：鉴于新增风光平价项目陆续投产，我们假设公司未来上网电价仍有下降空间，2026年风电上网电价下滑4%至0.39元/千瓦时，光伏上网电价下滑5%到0.31元/千瓦时，2027年及以后，公司风光上网电价保持不变；

盈利能力假设：

1) 毛利率：受上网电价持续下行影响，2026年新能源发电业务毛利率面临下行压力，我们预测假设2026年公司风电毛利率为40%，2027年后逐步修复至45%，假设2026年公司光伏发电毛利率为30%，2027年后逐步修复至38%；

2) 费用情况：鉴于销售费用率、研发费用率、管理费用率占比较低，我们假设未来维持2025年水平；财务费用方面，我们假设未来低利率环境有望持续，有息负债率亦维持2025年水平。

公司整体业绩预测

三峡能源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	264.9	297.2	284.0	280.0	311.7	347.0	379.7	412.3
归母净利润(亿)	71.8	61.1	37.1	28.6	41.8	50.3	64.6	71.0
归母净利润增速(%)	0.3	-14.8	-39.3	-22.9	46.2	20.1	28.5	10.0
经营性净利润(亿)	75.6	68.8	28.3	25.8	40.4	49.6	65.4	72.4
经营性净利润增速(%)	6.3	-9.0	-58.9	-8.8	56.4	22.9	31.9	10.8
经营性归母净利润(亿)	65.7	56.4	25.5	23.2	36.3	44.6	58.9	65.2
经营性归母净利润增速(%)	8.1	-14.2	-54.8	-8.8	56.4	22.9	31.9	10.8

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

新能源发电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	264.9	297.2	284.0	280.0	311.7	347.0	379.7	412.3
收入增速(%)	11.2	12.2	-4.4	-1.4	11.3	11.3	9.4	8.6
经营性净利润(亿)	75.6	68.8	28.3	25.8	40.4	49.6	65.4	72.4
经营性净利率(%)	28.5	23.1	10.0	9.2	13.0	14.3	17.2	17.6
经营性净利润增速(%)	6.3	-9.0	-58.9	-8.8	56.4	22.9	31.9	10.8

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
新能源发电	6.9%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	71.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新能源发电(亿)	8.9	946.3	955.1	-	97.0	120.0	978.1
公司整体测算(亿)	8.9	946.3	955.1	-	97.0	120.0	978.1

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新能源发电(亿)	248.3	728.8	977.2	-	98.0	120.0	999.2
公司整体测算(亿)	248.3	728.8	977.2	-	98.0	120.0	999.2

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

三峡能源作为风光新能源发电龙头企业，公司历史盈利能力稳健，但最近两年电价下滑导致公司利润承压，业绩存在一定的波动性，且未来何时能够修复或修复到何种程度存在不确定性。考虑到公司每季度发布经营数据，国家统计局每月发布行业发电数据，整体来说可跟踪性较强。综合判断，我们认为公司估值确定性中等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。